



业绩符合预期，人形机器人进展快

——雷赛智能（002979.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、鲁佩、段尚昌、彭星嘉

业绩符合预期，人形机器人进展快

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 31 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 8.91 亿元，同比+8.28%，归母净利 1.19 亿元，同比+2.22%，扣非净利 1.16 亿元，同比+1.61%；毛利率 38.8%，同比+0.67pcts，净利率 14.5%，同比+1.4pcts。25Q2 公司实现营收 5.01 亿元，同/环比+13.4%/+28.3%；归母净利 0.63 亿元，同/环比+2.2%/+13%；毛利率 39.1%，同比持平/环比+0.8pcts；净利率 12.6%，同/环比-1.4/-1.7pcts，符合预期。
- **行业止跌回稳，优化策略实现快速发展。**25H1 国内 OEM 自动化市场规模同比 1.98%。在此基础上，公司通过“深挖老行业，开拓新行业”的市场营销策略，通过在部分新兴行业抓住结构性机会，弥补了光伏行业业绩下降缺口。1) 伺服系统：交流伺服 L7 通用型系列、L8 高端型等产品加速进口替代，收入同比+19.29%，市占率稳居国内龙二，毛利率同比持平。2) 步进系统：竞争加剧，公司优化产品结构及开拓市场以维持市占率和盈利，收入同比-4.07%，毛利率同比+5pcts 至 43%。3) 控制技术：持续加大 PLC 研发投入，相关产品贡献营收同比大增 44%，带动控制技术业务同增 11%，毛利率略有下滑至 63%但仍是盈利性最强板块。
- **人形机器人业务进展快，长期定位清晰。**公司现已布局超高密度无框力矩电、空心杯、灵巧手、“小脑”技术等核心环节，定位核心零部件、组件和解决方案供应商。期内公司已在绝大部分大客户的测试上取得实质性进展，无框力矩电机、空心杯电机等组件与解决方案已经取得若干规模商业订单，销售收入实现数倍增长。
- **开拓市场费率提升，高强度研发支撑发展。**25H1 期间费率 25%，同比+1.5pcts；25Q2 期间费率 25.2%，同/环比+2.8/+0.6pcts，主要系加大营销布局市场推广等使销售费用增长。Q2 盈利能力环比微降，公司研发费率始终保持 10%+高投入，高端产品及未来人形机器人放量有望带来量利双收。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 19/22/25 亿元；归母净利分别为 2.5/3.1/3.7 亿元，EPS 0.8、1.0、1.2 元/股，对应 PE 57x/47x/39x。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	1584.28	1853.41	2153.23	2543.28
同比/%	11.93	16.99	16.18	18.11
归母净利润/百万元	200.46	251.94	308.12	365.73
同比/%	44.67	25.68	22.30	18.70
EPS/元	0.64	0.80	0.98	1.16
PE	71.72	57.07	46.66	39.31

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

雷赛智能（002979.SZ）

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

鲁佩

☎：021-2025-7809

✉：lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521060001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

研究助理

彭星嘉

✉：pengxingjia_yj@chinastock.com.cn

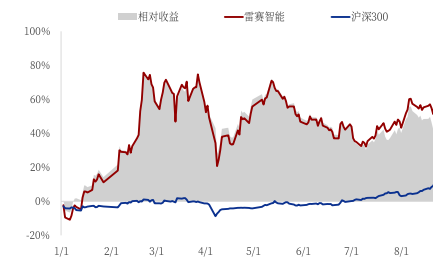
市场数据

2025-08-29

A 股收盘价/元	45.77
上证指数	3,857.93
总股本（亿股）	3.14
实际流通 A 股（亿股）	2.18
流通 A 股市值（亿元）	99.88

市场表现

2025-08-29



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	9
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 三次创业成就运控龙头，人形机器人引领发展	12
三、 投资建议	16
(一) 盈利预测	16
(二) 相对估值	16
(三) 投资建议	16
四、 风险提示	17

一、25H1 业绩符合预期

（一）营收及盈利能力

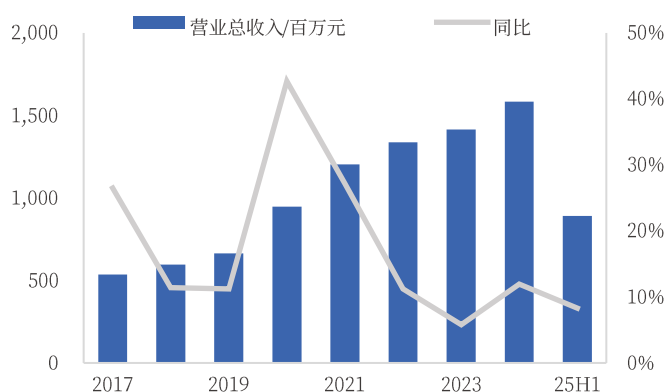
公司营收高速增长。2025 年上半年，公司营业收入实现 8.91 亿元，同比增长 8.3%，其中伺服系统类占比 48%，同比增长 19.3%，步进系统类占比 35%，同比-4.07%，控制技术类占比 16%，同比+11.3%。25Q2 公司营收 5.0 亿元，同比+13.4%，环比+28.3%。

行业止跌回稳，优化策略实现快速发展。25H1 宏观经济展现出复杂且积极的态势，国内 OEM 自动化市场规模同比 1.98%。在此基础上，公司通过“深挖老行业，开拓新行业”的营销策略，通过在部分新兴行业抓住结构性机会，弥补了光伏行业业绩下降缺口。1) 伺服系统：交流伺服 L7 通用型系列、L8 高端型等产品加速进口替代，收入同比+19.29%，市占率稳居国内龙二，毛利率同比持平。2) 步进系统：竞争加剧，公司优化产品结构及开拓市场以维持市占率和盈利，收入同比-4.07%，毛利率同比+5pcts 至 43%。3) 控制技术：持续加大 PLC 研发投入，相关产品贡献营收同比大增 44%，带动控制技术业务同增 11%，毛利率略有下滑至 63%但仍是盈利性最强板块。

人形机器人业务进展快，定位核心核心零部件、组件和解决方案供应商。公司自 2018 年持续耕耘 AGV/AMR、协作机器人等领域，重点发力人形机器人领域，现已布局超高密度无框力矩电机、空心杯、灵巧手、“小脑”技术等环节。期内公司已有数百家机器人公司以及模组厂家，包括协作机器人和人形机器人等领域测试和试用我司产品，尤其是在绝大部分大客户上取得进展，产品功能和性能得到市场和客户的广泛认可。公司无框力矩电机、空心杯电机等组件与解决方案已经取得若干规模商业订单，形成一定的销售收入，实现数倍增长，

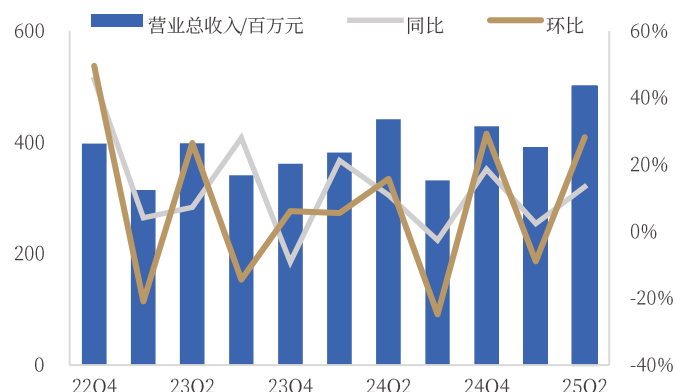
分地区看，公司 25H1 海外业务营收同比高增 49%，占比 4.5%，同比+1.3pcts。

图1：25H1 公司营业总收入



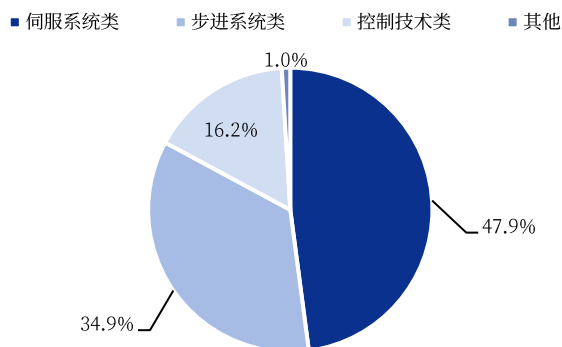
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入



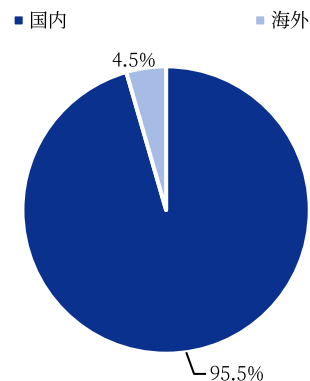
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3: 25H1 公司营收按产品分类拆分



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

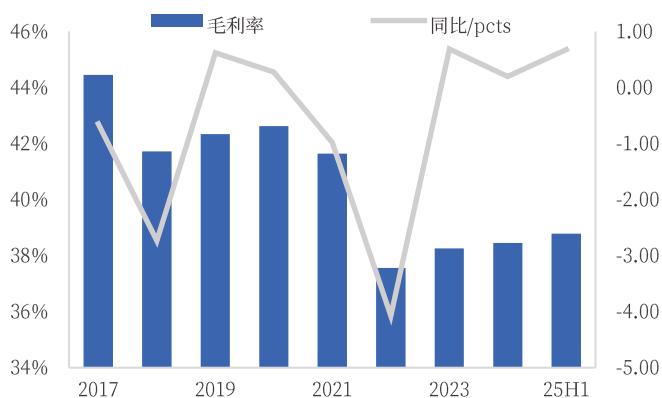
图4: 25H1 公司营收按地区分类拆分



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

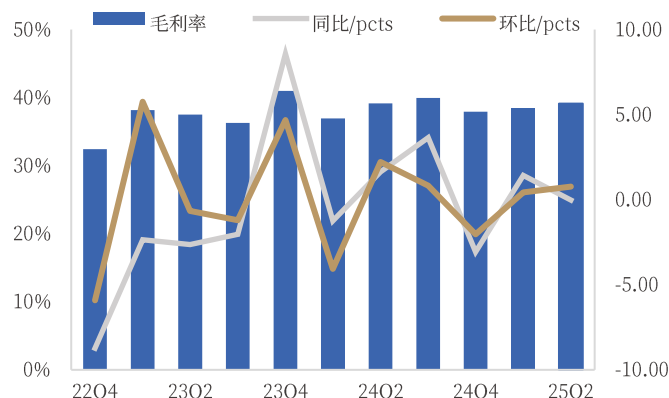
25Q2 公司毛利率向上修复。25H1 公司销售毛利率 38.8%，同比+0.67pcts，伺服系统/步进系统/控制技术类分别为 27.6%/42.7%/62.7%，同比+0.8/+4.6/-6.5pcts。25Q2 公司销售毛利率 39.1%，同比持平/环比+0.76pcts。

图5: 25H1 公司毛利率



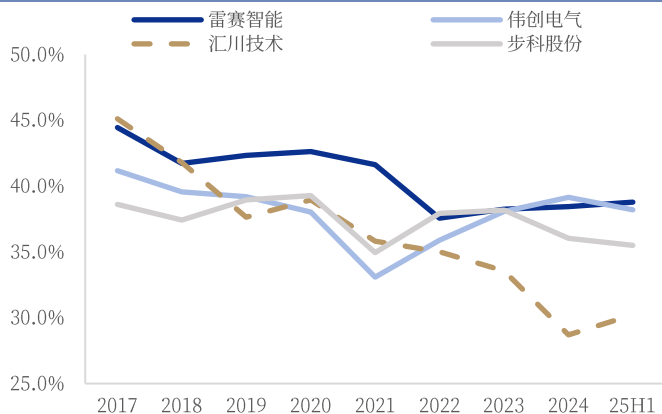
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 25Q2 公司毛利率



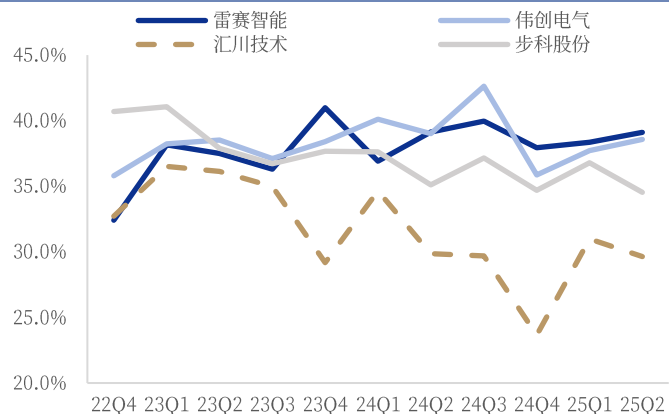
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图7: 可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

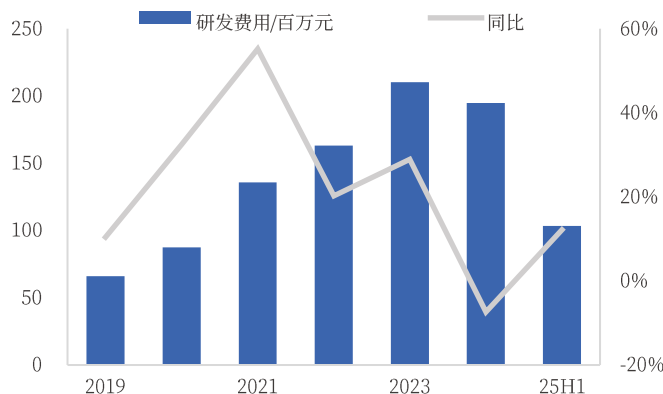
图8: 季度间可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

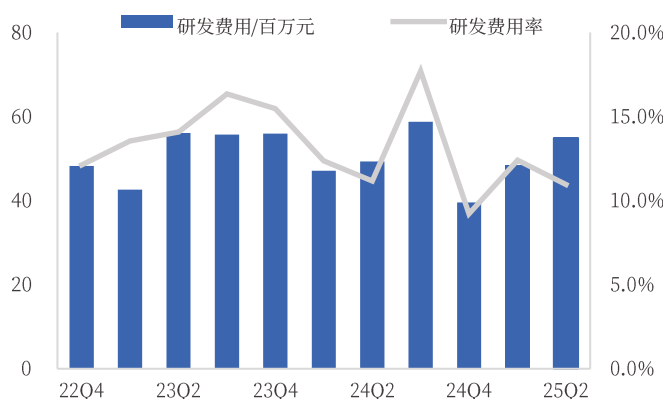
规模效应显现，期间费用率下行。25H1 公司期间费用率为 24.9%，同比+1.5pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.4%、4.7%、11.6%、0.2%。25Q2 公司期间费用率为 25.2%，环比+0.6pcts，主要系加大营销布局市场推广等使销售费用增长。

图9：25H1 公司研发费用情况



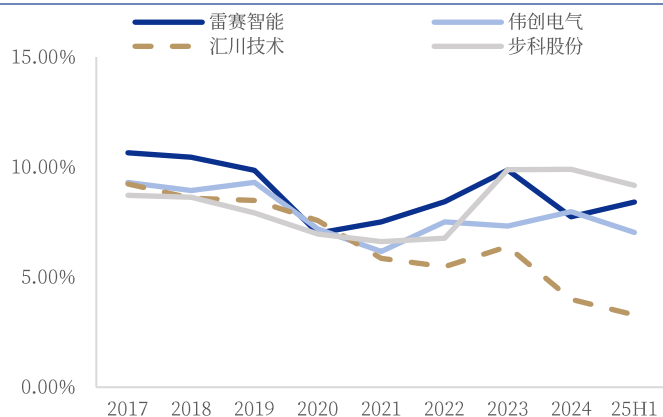
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图11：25Q2 公司研发费用情况



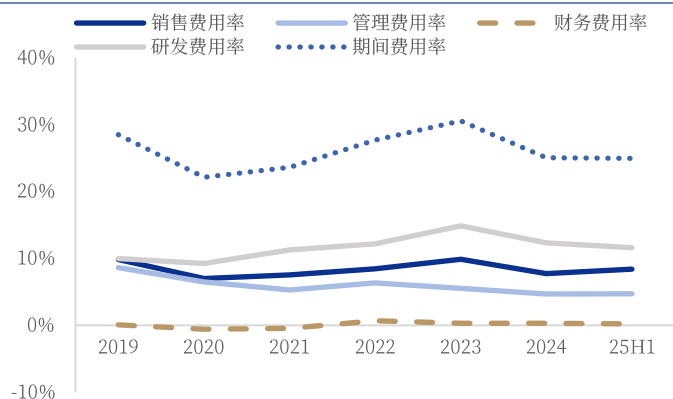
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图13：25H1 可比公司销售费用率对比



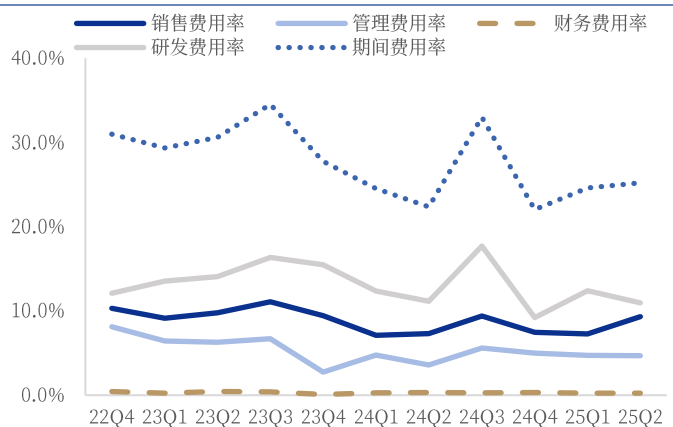
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图10：25H1 公司期间费用率情况



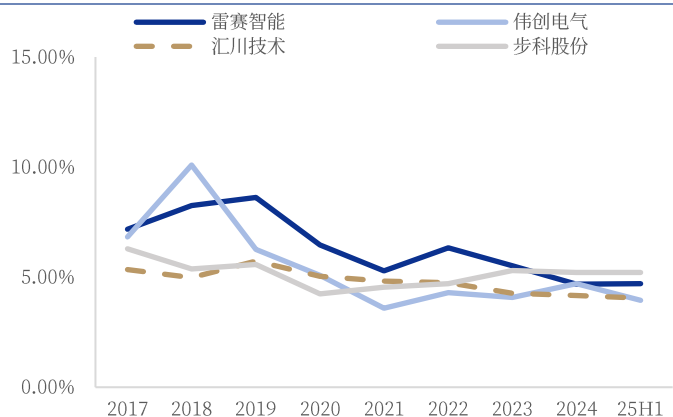
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图12：25Q2 公司期间费用率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

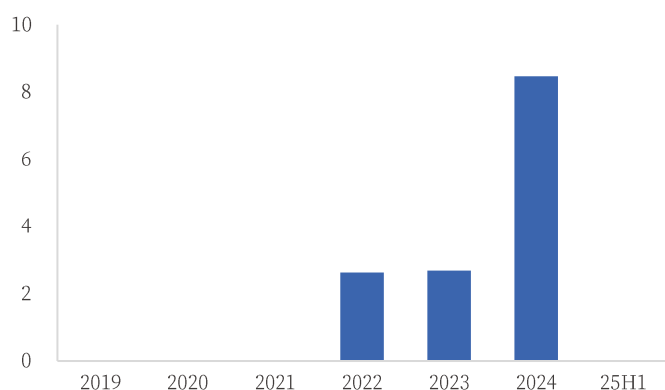
图14：25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

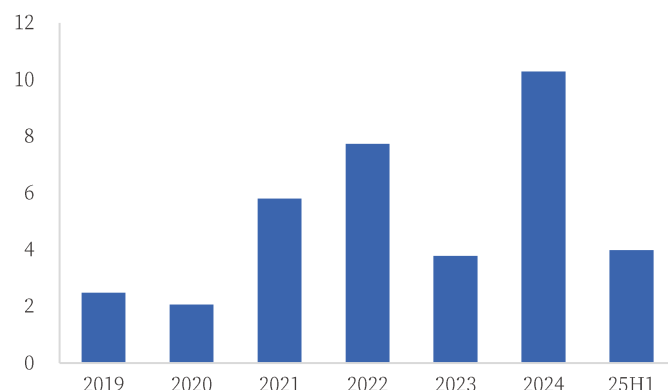
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为 0 亿元、398 万元。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营依旧稳健。

图15: 25H1 公司资产减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

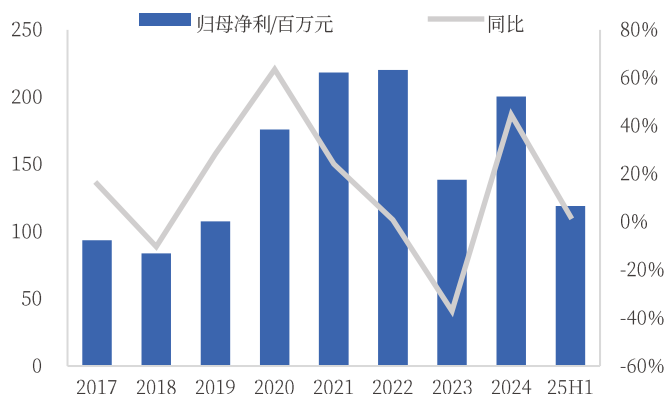
图16: 25H1 公司信用减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

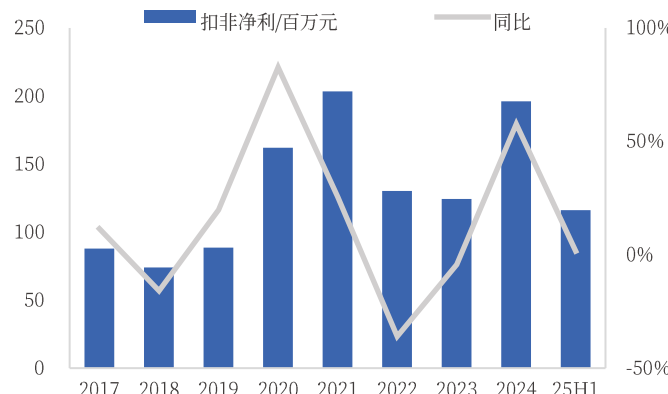
公司归母净利润微增。2025 年上半年公司实现归母净利润 1.2 亿元, 同比+2.2%, 归母净利率 13.3%, 同比-0.8pcts。扣非净利 1.2 亿元, 同比+1.6%。25Q2 公司归母净利润 0.63 亿元, 同/环比+2.2%/+13%, 归母净利率 12.6%, 同/环比-1.4pcts/-1.7pcts; 扣非净利 0.6 亿元, 同/环比+2.2pcts/+17pcts, 扣非归母净利率 12.5%, 同/环比-1.4/-1.2pcts。

图17: 25H1 公司归母净利润



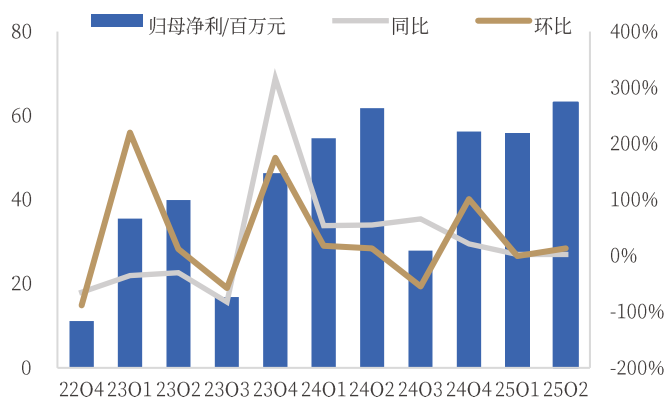
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25H1 公司扣非归母净利润



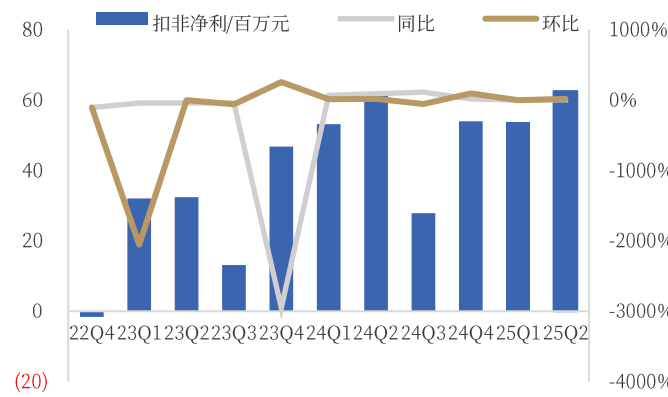
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司归母净利润



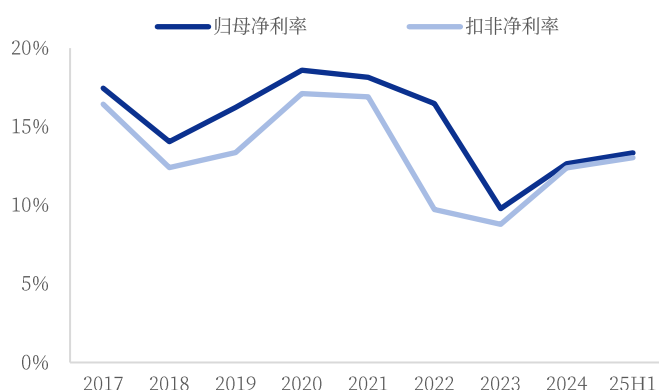
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25Q2 公司扣非归母净利润



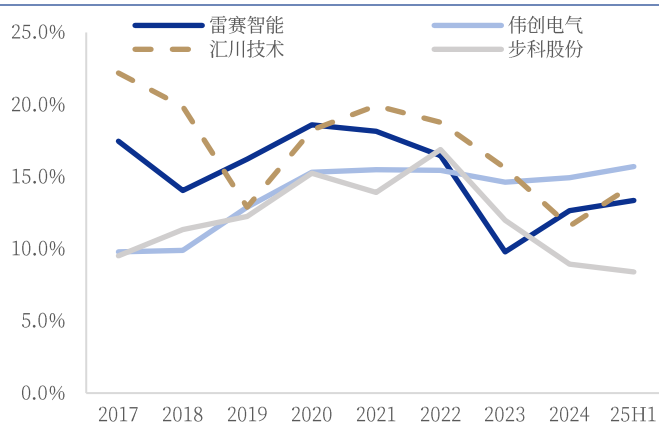
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25H1 公司归母净利润率与扣非归母净利润率



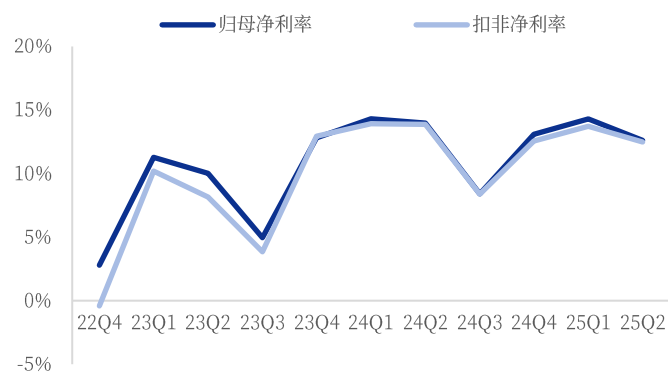
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 25H1 可比公司归母净利润率对比



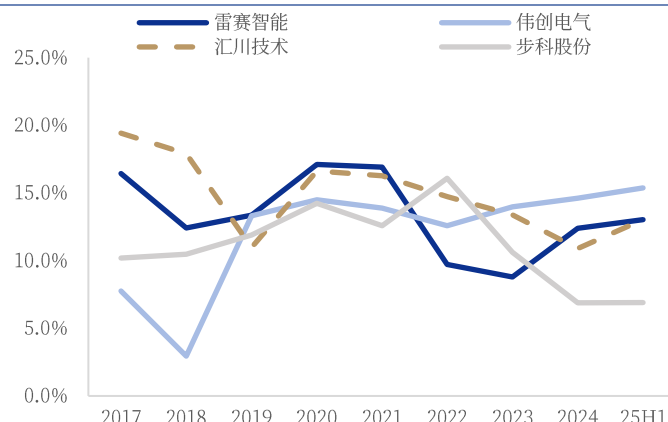
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25Q2 公司归母净利润率与扣非归母净利润率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图24: 25H1 可比公司扣非归母净利润率对比

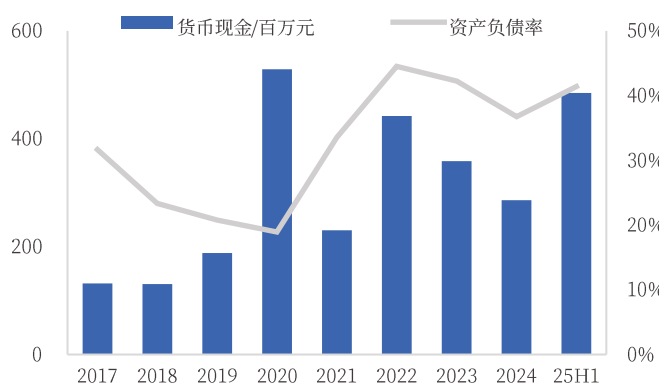


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

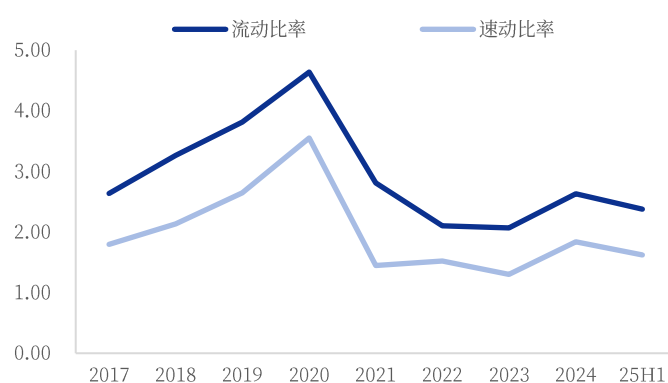
2025 年上半年公司资产负债率 41.4%, 资产结构健康。期末货币现金 4.84 亿元, 同比+43%。公司流动比率/速动比率分别为 2.36/1.62, 近两年维持稳定, 偿债能力强。

图25: 25H1 公司货币现金



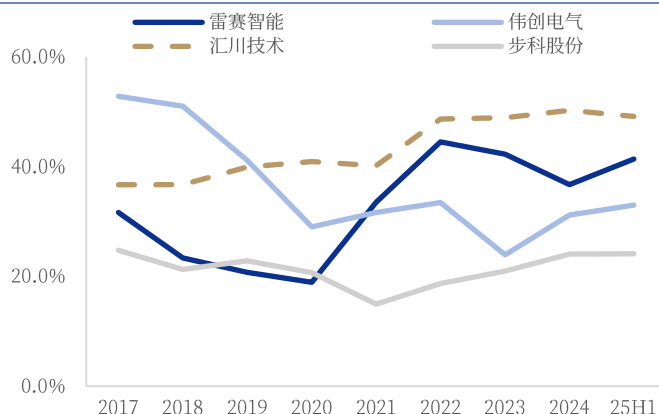
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 25H1 公司流动/速动比率稳定



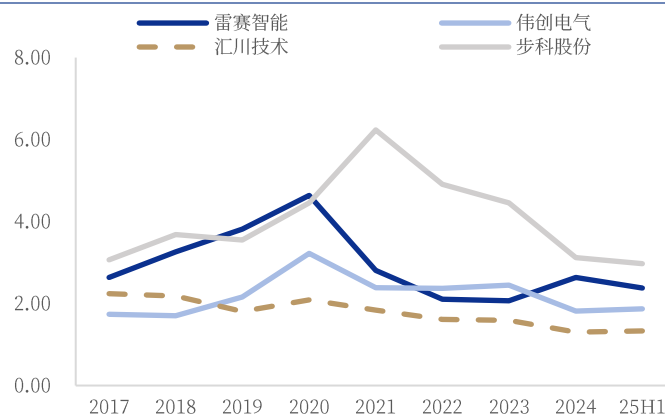
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图27: 25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图28: 25H1 可比公司流动比率对比

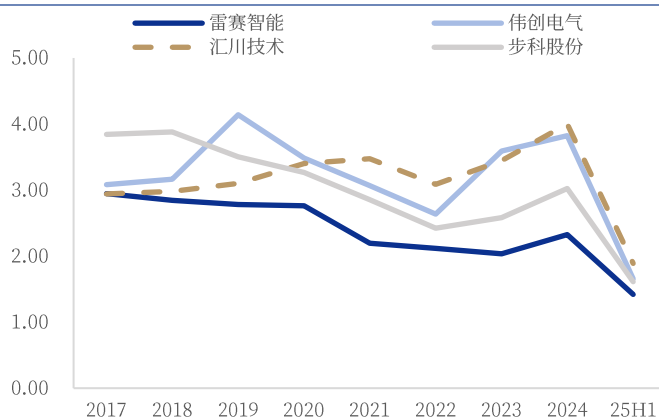


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 营运能力

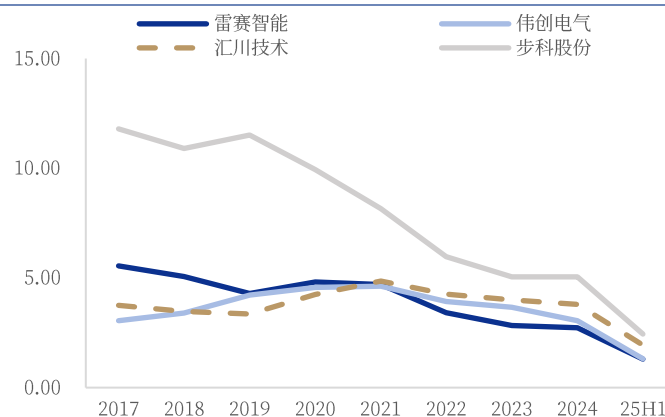
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 1.4 次、1.3 次、0.6 次、0.3 次, 营运效率行业领先。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



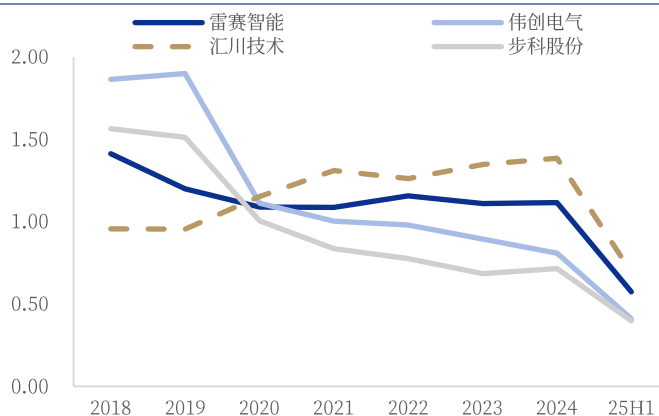
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



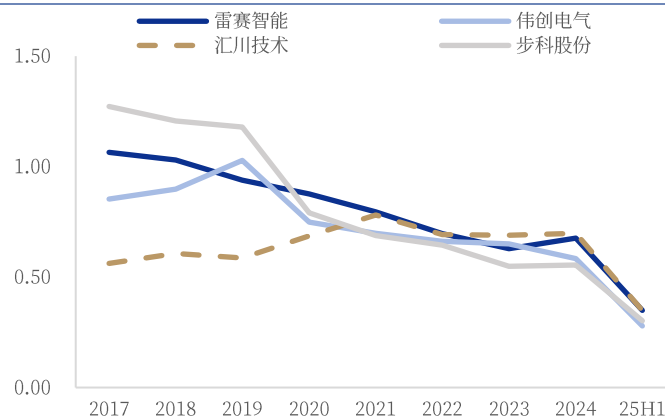
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司净资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图32: 25H1 可比公司总资产周转率对比

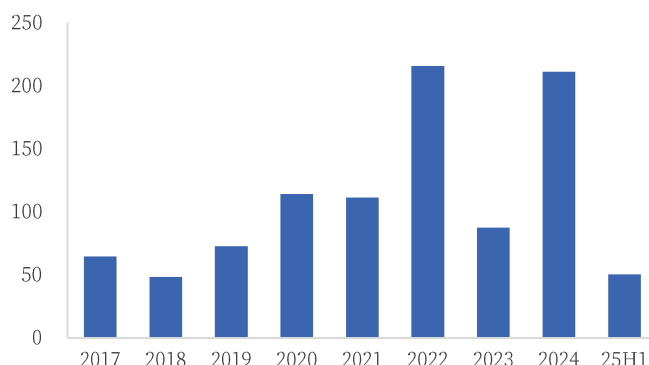


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

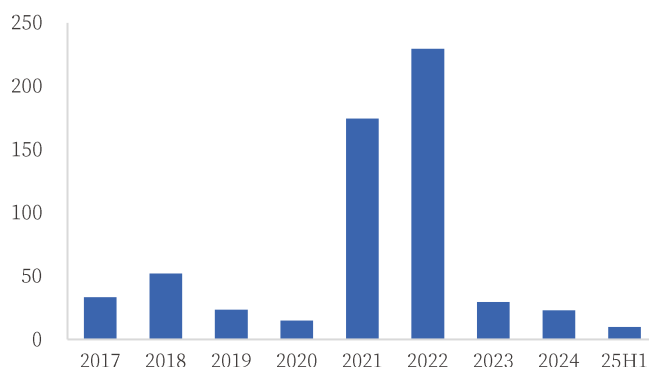
25Q2 公司经营性现金流符合季节性规律。2025H1 公司经营性现金流净额为 0.50 亿元，其中 Q2 为 0.54 亿元，符合季节性规律。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年上半年公司资本开支为 998 万元，2021、2022 年后扩张强度处于历史低位。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元



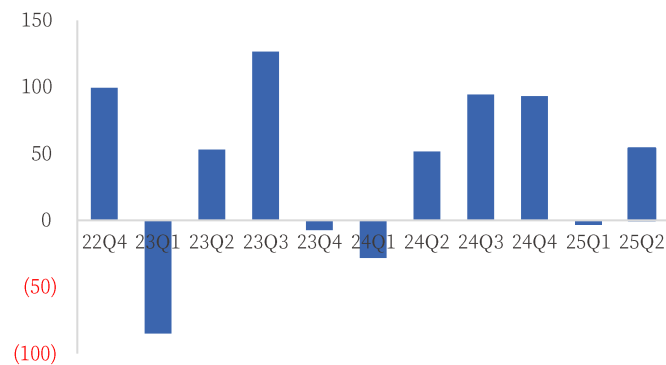
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图35: 25H1 公司资本开支/百万元



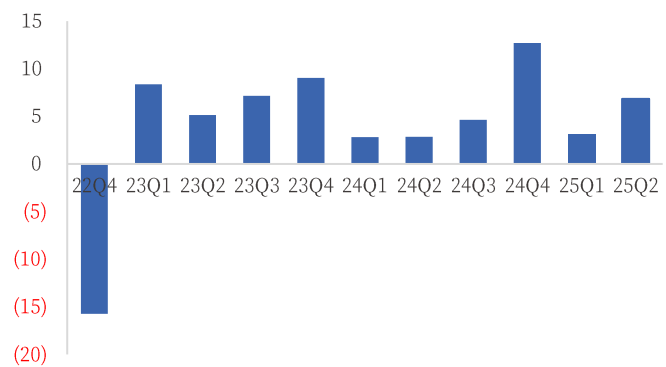
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

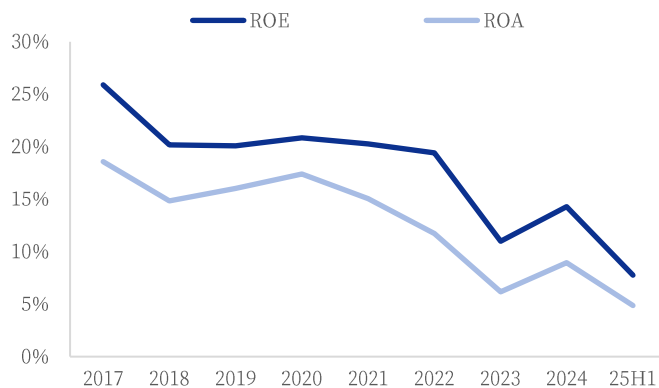
图36: 25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

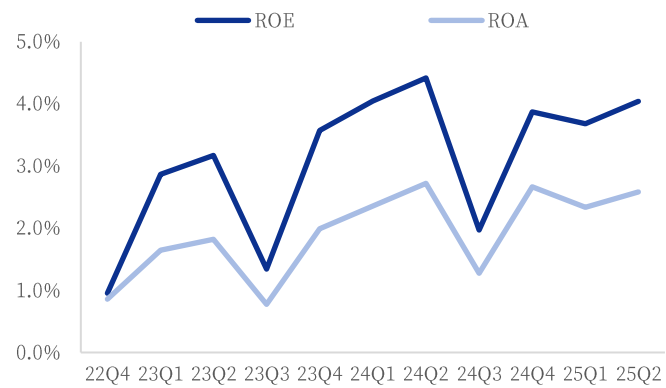
(五) 杜邦分析

图37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况



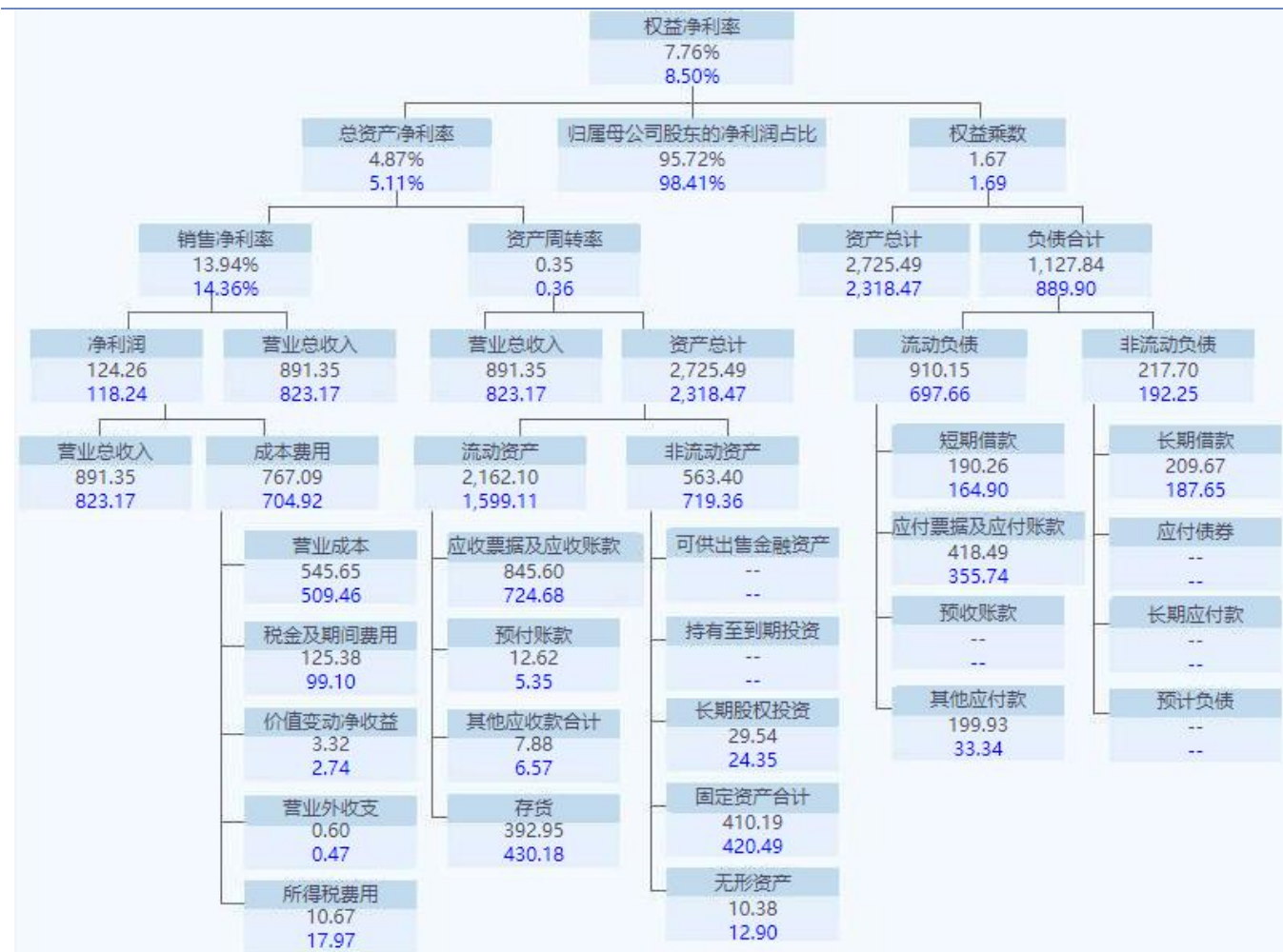
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图39: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、三次创业成就运控龙头，人形机器人引领发展

深耕运动控制二十余年，进军人形机器人领域。公司创立于1997年，自1997年以来，经历了3个创业阶段：第一次创业开始于1997年，公司创立品牌、进行技术奠基，于1998和1999年先后推出第一款PC运动控制卡和自主研发的步进驱动器，又于2003年推出DB系列直流伺服驱动器，2007年，公司跃居国内步进知名品牌。第二次创业开始于2008年，公司不断拓展产品矩阵，扩展市场份额，推出了ACS系列交流伺服系统、DM系列全数字式步进驱动器等产品，并于2015年成为步进行业占有率第一，其后成立了智能装备运动控制与应用技术工程实验室，紧接着又推出总线步进/控制卡/控制器、智能控制器、总线闭环步进总先开闭环步进驱动器、交流伺服驱动器等丰富的新产品，在二十余年沉淀下，于2020年成功于深交所主板上市。第三次创业开始于2021年，公司深化智能化战略，进军人形机器人行业，于2024年成立全资子公司上海雷赛机器人科技有限公司，并逐渐成为国产人形机器人核心部件行业的重要企业。

图40：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

专注智能装备运控制核心部件，不断拓展产品矩阵。公司主要产品分为伺服系统、步进系统、控制技术类产品三大类，以适用面广泛的通用型系列产品为主，极少数情况下也为大行业和大客户提供针对性定制产品。公司产品已经广泛应用于智能制造和智能服务领域的各种精密设备，例如3C制造设备、半导体设备、机器人、PCB/PCBA制造设备、物流设备、特种机床、包装设备、医疗设备、锂电设备、光伏设备等。**伺服系统：**主要应用于智能制造领域的交流伺服驱动器、交流伺服电机、低压伺服驱动器、低压伺服电机、一体式伺服电机、编码器等；以及主要应用于机器人领域的高密度无框力矩电机、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等。**步进系统类：**数字式步进驱动器、数字式步进电机、闭环步进驱动器、闭环步进电机、一体式步进电机等。**控制技术类：**运动控制器、运动控制卡、大中小型PLC、远程IO模块等。

图41：公司产品结构图



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

表1：公司解决方案

业务类别	业务介绍
光伏	雷赛针对新能源光伏行业推出“控制+伺服+步进”的整体解决方案，大大减少人力投入，降低开发难度，提高整机运行效率，为太阳能光伏装备企业的智能化升级，提供强有力的技术支撑。使光伏行业加速向自动化、数字化、智能化升级转型。
电子制造	雷赛智能以其高性能、高稳定性的运动执行机构为电子行业提供着高性价比的可靠方案。公司在此行业的深度理解，丰富的产品线与解决方案的合理应用使自动化设备的运行更加节能、高效、稳定，同时大幅降低客户成本，使之更有竞争优势。
锂电	受益于政策支持和下游应用领域的快速发展，全球锂电池市场规模增长迅速。在当今锂电产业全球化布局、加速扩产投产的格局下，降本增效成为行业核心竞争力，对锂电制造提出了新要求：从单一工序自动化到产线自动化，再到数字化的建设。在这一轮变革中，更专业的智能制造解决方案对锂电制造尤为重要。雷赛智能深耕锂电行业，利用自身技术优势，以专业知识、稳定可靠的产品和完善的服务为锂电生产提供一站式解决方案，为诸多客户创造价值，实现了生产效率、综合能效、公司效益的全面提升。
物流	随着电商的推广，物流行业得到飞速发展。雷赛借助于物流行业风口，成功推出物流行业的专用伺服，经过几年的验证，产品性能优越、稳定性高，我司服务及时、有效深受客户信赖。其中步进、低压伺服、步进伺服、高压伺服在分拣设备、供包台、AGV、仓储等设备上运用广泛，深得客户青睐。

特种机床	我司特种机床行业包括雕铣、激光、磨床、切割、中走丝等机床设备。经过 10 多年的行业深度耕耘和技术积淀，雷赛步进、步进伺服、混合伺服、伺服等产品提升此行业的竞争力，深得客户喜爱。尤其在个别细分行业（雕刻）达到了国内领先水平，与客户共同引领行业的发展和进步。
工业机器人	机械手是模仿人体上肢的部分功能，通过对其进行自动控制使其按照预定要求输送制品或操持工具进行生产操作的自动化生产设备。是减轻繁重的体力劳动、改善劳动条件、实现智能化制作的重要设备。雷赛高速度、高精度、高稳定性和快速响应性的产品在此行业得到广泛应用，并能提高自动化生产效率，深受广大客户喜爱。
喷绘印刷	喷印是一种非接触式打印设备，其产品主要应用于广告等行业。雷赛经过与客户 10 多年的共同发展和进步已经深刻理解此行业；其中步进、低压伺服、步进伺服、高压伺服在此行业拥有独到的经验和解决方案，增强行业竞争能力，深得客户信赖。
医疗	稳定、可靠的雷赛产品广泛用于血液分析仪、药物烘干等自动化医疗设备。统一测试标准使分析结果更加可靠，提高了医护人员工作效率，方便了更多的医疗患者。
纺织服装	在提效率，提精度、降能耗的纺织行业大背景下，雷赛运动控制产品通过其高精度、高稳定性，低能耗等特点进入此行业，并且我们拥有熟稔纺织工艺的行业专家团队，缝纫机、袜机、经编机、横机等设备提供专用的定制化解决方案，深受行业喜爱，得到业界一致好评。其中在上应用更为广泛。
包装	雷赛高性能步进、伺服等产品在包装设备上的大量使用，不仅提高了设备生产效率、简化了设备操作流程、提高了产品品质，并给客户带来实惠的经济效应，获得终端客户一致认可。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司管理层积极投入研发，坚持客户为先。公司董事长以高层次留学生引进计划政策，从香港回到内地，基于自己多年在自动化控制领域深耕的科研成果和经验，在深圳正式创办雷赛机电技术开发有限公司。公司发展过程中三次创业，不断丰富产品矩阵，扩大市场占有率，并积极投入技术和产品研发，积极进军新兴市场，公司一步步成为行业领军者。公司坚持以市场、竞争、技术的“三轮”驱动，构建出平台化、层次化、系列化、归二化、模块化、规模化的“六化”产品体系，同时紧抓客户需求的差异，为客户提供综合一体化的运动控制解决方案和一站式服务，降低客户的综合成本，提升满意度，形成核心竞争力。

表2：公司管理层情况

姓名	职位	基本情况
李卫平	董事长、总经理	1990 年获美国麻省理工学院（MIT）机器人与自动化博士学位；先后在美国密执安州 WSU 州立大学、香港科技大学担任副教授，并担任美国、香港等多家高科技公司技术顾问；美国机电工程师协会（ASME）、美国电子工程师学会（IEEE）、国际控制系统工程师协会（ICS）等多家著名机构的会员；深圳市机器人协会副会长、广东省自动化协会常务理事。曾荣获“中国自动化年会“产业成就奖、CAIMARS“智能服务领袖”奖、CMCD 运动控制领域卓越贡献奖。曾合作编著英文专著《Applied Nonlinear Control》、中文专著《运动控制系统原理与应用》及多篇学术论文。
田天胜	副总经理、董事	硕士研究生学历，于 2011 年 3 月加入深圳市雷赛智能控制股份有限公司。1998 年 7 月-2004 年 5 月任深圳市凯菱实业有限公司研发中心工程师、主任；2004 年 6 月-2011 年 2 月任深圳市山龙电控设备有限公司研发中心研发经理、总工程师；2011 年 3 月至今，历任深圳市雷赛智能控制股份有限公司研发中心总监、副总经理，现任深圳市雷赛智能控制股份有限公司董事、副总经理，兼任深圳市雷赛软件技术有限公司总经理。

黄超	副总经理	先后获得中南大学机械及自动化专业学士学位、香港浸会大学 MBA 学位。2000 年 7 月-2002 年 3 月任富士康 PCEG 设备开发部电气工程师，2002 年 3 月至今，历任深圳市雷赛智能控制股份有限公司销售工程师、华南区销售经理、3C 新能源行业销售总监，现任国内营销中心副总经理，兼任宿迁和赛企业管理有限公司董事。
游道平	财务总监、董事	江西财经大学国民经济管理专业，经济学学士。2003 年 7 月-2006 年 5 月任江铃汽车股份有限公司财务分析主管；2006 年 5 月-2012 年 8 月任金蝶软件（中国）有限公司预算分析部经理、财务部总经理；2012 年 8 月-2014 年 3 月任万科企业股份有限公司物业事业本部财务及运营管理部高级经理；2014 年 3 月-2016 年 5 月任深圳新基点智能股份有限公司董事兼财务总监；2016 年 9 月-2020 年 2 月任深圳市同洲电子股份有限公司总裁助理、财务总监；2020 年 3 月至今，历任深圳市雷赛智能控制股份有限公司董事长特别助理，现任深圳市雷赛智能控制股份有限公司董事、财务总监，兼任深圳市雷赛控制技术有限公司监事，深圳市雷赛自动化系统有限公司监事；上海雷赛机器人科技有限公司监事；深圳市灵犀自动化技术有限公司监事；深圳市灵巧驱控技术有限公司监事。
向少华	副总经理	控制理论与控制工程工学博士，高级工程师，深圳市高层次专业人才（后备级）。2006 年 8 月至 2020 年 11 月，历任华为技术有限公司战略与规划部高级营销经理、深圳市发改委创新中心产业发展部部长、深圳飞世尔新材料股份有限公司副总经理兼董事会秘书，2020 年 12 月至今，现任深圳市雷赛智能控制股份有限公司总裁办主任、董事会秘书，兼任深圳市优易控软件有限公司董事。

资料来源：iFinD，公司招股说明书，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表3：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
伺服系统类	营业收入	708.74	890.44	1,068.52	1,282.23
	YOY	32.73%	25.64%	20.00%	20.00%
步进系统类	营业收入	605.85	636.14	699.76	804.72
	YOY	-8.33%	5.00%	10.00%	15.00%
控制技术类	营业收入	251.79	300.86	345.99	397.89
	YOY	41.97%	19.49%	15.00%	15.00%
营业收入合计		1,584.28	1,853.41	2,153.23	2,543.28
YOY		11.93%	16.99%	16.18%	18.11%
归母净利润合计		200.46	251.94	308.12	365.73
YOY		44.67%	25.68%	22.30%	18.70%
EPS（元）		0.64	0.80	0.98	1.16

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取伟创电气、汇川技术、步科股份作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 61/48x/39x。

表4：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688698.SH	伟创电气	1.16	1.43	1.74	2.09	48.11	39.03	32.07	26.70
300124.SZ	汇川技术	1.59	2.03	2.45	2.91	47.19	36.96	30.62	25.78
688160.SH	步科股份	0.58	0.84	1.09	1.38	153.81	106.20	81.84	64.64
	平均值					83.04	60.73	48.18	39.04
300124.SZ	雷赛智能	0.64	0.80	0.98	1.16	71.72	57.07	46.66	39.31

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(三) 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 19/22/25 亿元；归母净利分别为 2.5/3.1/3.7 亿元，EPS 0.8、1.0、1.2 元/股，对应 PE 57x/47x/39x。首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1709.06	2161.86	2453.70	2815.08
现金	286.26	405.88	487.70	566.93
应收账款	649.07	749.90	861.73	1008.64
其它应收款	5.53	6.47	7.52	8.88
预付账款	4.94	5.71	6.56	7.75
存货	375.57	434.34	498.46	589.25
其他	387.69	559.55	591.74	633.62
非流动资产	669.57	553.09	551.57	554.39
长期投资	26.70	26.70	26.70	26.70
固定资产	419.02	418.41	421.65	428.49
无形资产	11.73	8.46	5.22	2.02
其他	212.11	99.52	97.99	97.17
资产总计	2378.62	2714.95	3005.27	3369.47
流动负债	649.08	820.88	909.29	1033.82
短期借款	95.29	190.26	190.26	190.26
应付账款	310.48	359.07	412.07	487.13
其他	243.31	271.55	306.96	356.43
非流动负债	224.78	217.70	217.70	217.70
长期借款	222.92	209.67	209.67	209.67
其他	1.87	8.03	8.03	8.03
负债合计	873.86	1038.57	1126.98	1251.52
少数股东权益	18.05	29.34	43.14	59.52
归属母公司股东权益	1486.71	1647.04	1835.15	2058.43
负债和股东权益	2378.62	2714.95	3005.27	3369.47

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	211.18	62.43	243.21	266.59
净利润	209.44	263.22	321.92	382.12
折旧摊销	46.84	46.63	34.73	35.58
财务费用	12.33	16.50	18.29	18.29
投资损失	-6.74	-7.89	-9.16	-10.82
营运资金变动	-78.60	-262.69	-132.62	-170.50
其它	27.90	6.66	10.05	11.92
投资活动现金流	-86.50	81.53	-23.09	-26.61
资本支出	-22.92	-27.07	-32.25	-37.43
长期投资	-65.24	1.02	0.00	0.00
其他	1.66	107.58	9.16	10.82
筹资活动现金流	-196.19	-24.37	-138.30	-160.74
短期借款	-82.26	94.97	0.00	0.00
长期借款	21.52	-13.25	0.00	0.00
其他	-135.44	-106.08	-138.30	-160.74
现金净增加额	-72.13	119.62	81.81	79.24

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1584.28	1853.41	2153.23	2543.28
营业成本	975.18	1127.80	1294.27	1530.04
营业税金及附加	11.09	12.97	15.07	17.80
营业费用	122.68	143.52	166.74	196.95
管理费用	74.16	86.76	100.79	119.05
财务费用	4.78	10.35	9.56	7.81
资产减值损失	-8.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.74	7.89	9.16	10.82
营业利润	236.50	297.44	363.94	432.15
营业外收入	0.89	0.89	0.89	0.89
营业外支出	0.08	0.08	0.08	0.08
利润总额	237.31	298.25	364.75	432.96
所得税	27.87	35.02	42.83	50.84
净利润	209.44	263.22	321.92	382.12
少数股东损益	8.98	11.29	13.80	16.38
归属母公司净利润	200.46	251.94	308.12	365.73
EBITDA	281.26	355.23	409.04	476.34
EPS (元)	0.64	0.80	0.98	1.16

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	11.93%	16.99%	16.18%	18.11%
营业利润增速	55.38%	25.76%	22.36%	18.74%
归属母公司净利润增	44.67%	25.68%	22.30%	18.70%
毛利率	38.45%	39.15%	39.89%	39.84%
净利率	12.65%	13.59%	14.31%	14.38%
ROE	13.48%	15.30%	16.79%	17.77%
ROIC	11.11%	12.86%	14.24%	15.20%
资产负债率	36.74%	38.25%	37.50%	37.14%
净负债比率	4.78%	2.15%	-2.44%	-5.90%
流动比率	2.63	2.63	2.70	2.72
速动比率	1.84	1.76	1.84	1.88
总资产周转率	0.68	0.73	0.75	0.80
应收账款周转率	2.73	2.65	2.67	2.72
应付账款周转率	3.32	3.37	3.36	3.40
每股收益	0.64	0.80	0.98	1.16
每股经营现金	0.67	0.20	0.77	0.85
每股净资产	4.73	5.24	5.84	6.55
P/E	71.72	57.07	46.66	39.31
P/B	9.67	8.73	7.83	6.99
EV/EBITDA	33.93	40.58	35.04	29.92
P/S	9.08	7.76	6.68	5.65

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入	4
图 3: 25H1 公司营收按产品分类拆分	5
图 4: 25H1 公司营收按地区分类拆分	5
图 5: 25H1 公司毛利率	5
图 6: 25Q2 公司毛利率	5
图 7: 可比公司毛利率对比	5
图 8: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 9: 25H1 公司研发费用情况	6
图 10: 25H1 公司期间费用率情况	6
图 11: 25Q2 公司研发费用情况	6
图 12: 25Q2 公司期间费用率情况	6
图 13: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 14: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 15: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）	7
图 16: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）	7
图 17: 25H1 公司归母净利润	7
图 18: 25H1 公司扣非归母净利润	7
图 19: 25Q2 公司归母净利润	7
图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润	7
图 21: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 22: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 23: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 25: 25H1 公司货币现金	8
图 26: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 27: 25H1 可比公司资产负债率对比	9
图 28: 25H1 可比公司流动比率对比	9
图 29: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 32: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	10
图 34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	10

图 35: 25H1 公司资本开支/百万元	10
图 36: 25Q2 公司资本开支/百万元.....	10
图 37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况	10
图 38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况	10
图 39: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比	11
图 40: 公司发展历程	12
图 41: 公司产品结构图	13
表 1: 公司解决方案.....	13
表 2: 公司管理层情况.....	14
表 3: 分业务预测（单位：百万元）	16
表 4: 与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）	16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济性硕士，证券从业10年，2021年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师等。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn